

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

25 mars 2011 – N° 225

Deux erreurs fatales d'analyse du fonctionnement d'une Union Monétaire

Les développements récents montrent que deux erreurs d'analyse ont été fréquemment faites quant au fonctionnement d'une Union Monétaire :

- *erreur 1 : dans une Union Monétaire, il n'y a plus de contrainte d'équilibre extérieur puisque les capitaux circulent librement entre les pays en l'absence de risque de change. Cet argument est totalement faux. Si un pays à un déficit extérieur, il doit s'endetter continument, ce qui veut dire que soit le secteur privé, soit le secteur public, finit par être surendetté et insolvable, ce qui est devenu clair aujourd'hui.*
- *erreur 2 : une Union Monétaire rend les pays plus semblables et fait disparaître les hétérogénéités et les asymétries, ce qui permet d'avoir une politique monétaire commune, des règles de politique économique communes. Cet argument est aussi totalement faux : la disparition du risque de change conduit à la spécialisation productive des pays qui exploitent leurs avantages comparatifs et deviennent donc de plus en plus différents.*

Il faut donc dans une Union Monétaire :

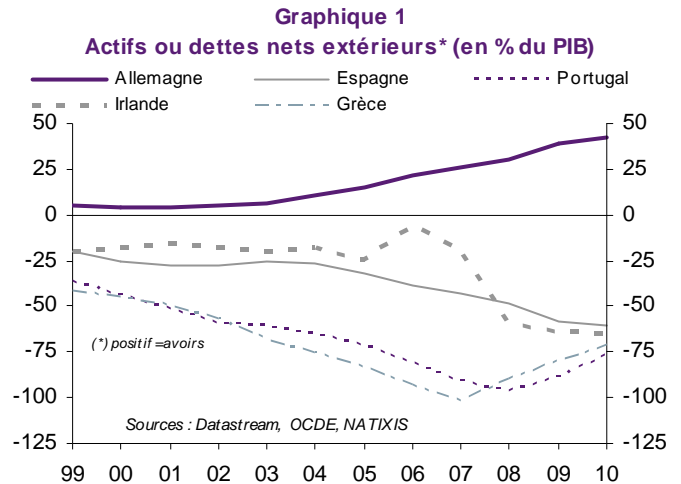
- *soit que les pays équilibrent leurs balances courantes soit qu'il y ait fédéralisme ;*
- *que les institutions et les règles soient adaptées à une situation où les pays sont de plus en plus différents (hétérogènes).*

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

**Première erreur :
disparition des
contraintes d'équilibre**

On a souvent entendu que la participation à une Union Monétaire faisait disparaître la contrainte extérieure (la contrainte d'équilibre de la balance courante). L'argument est le suivant : la disparition du risque de change permet que le capital circule librement entre les pays et finance sans difficulté les déficits extérieurs.

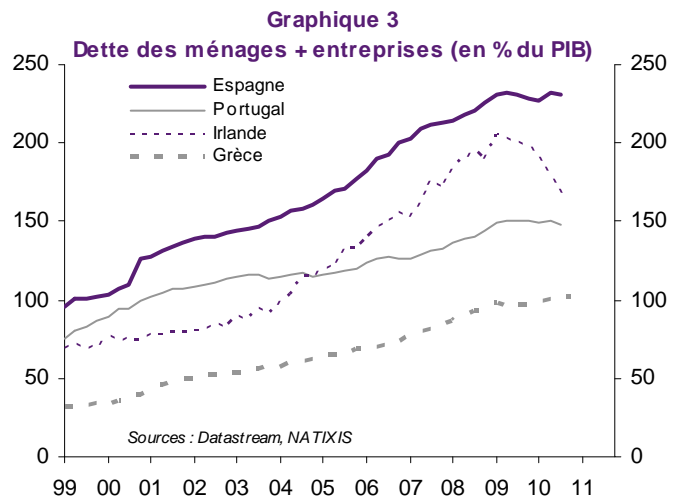
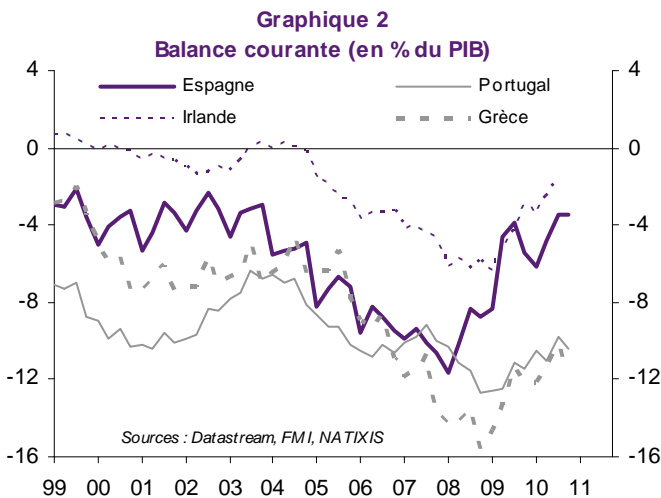
Il est vrai que la disparition du risque de change accroît la mobilité internationale du capital et permet que les avoirs et les dettes extérieurs deviennent plus importants (**graphique 1**).



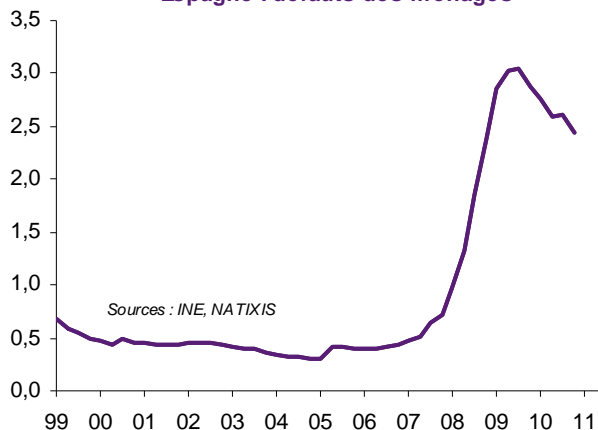
Mais, même si la mobilité internationale du capital devient plus forte, avec la disparition du risque de change, les contraintes de solvabilité ne disparaissent pas.

Si un pays a un déficit continu de sa balance courante (graphique 2), il doit s'endetter continuellement. Ceci veut dire qu'un groupe d'agents économiques du pays doit s'endetter continuellement, ce qui implique que nécessairement il devient surendetté et insolvable.

C'est ceci qui s'est produit à partir de 2007 pour le secteur privé (graphique 3), d'où la hausse des défauts (graphiques 4a/b et tableau 1).



Graphique 4a
Espagne : défauts des ménages



Graphique 4b
Prêts non performants (% total)

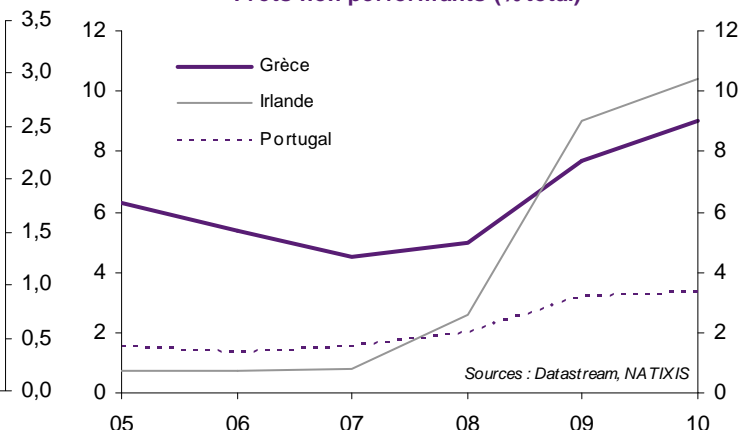


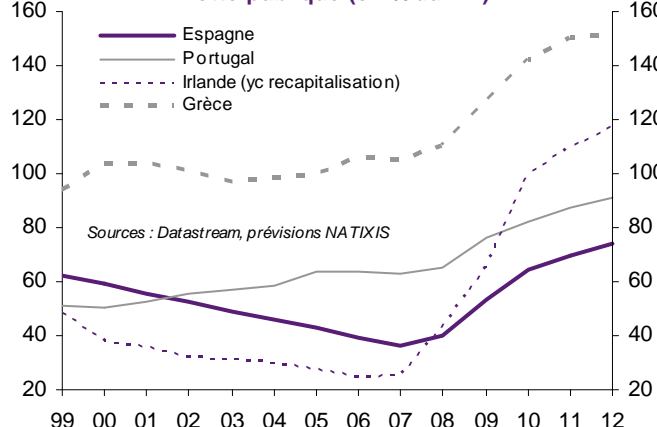
Tableau 1
L'Irlande

	Nombre d'entreprises
2004	387
2005	409
2006	345
2007	370
2008	752
2009	1570
2010 : Q1	469

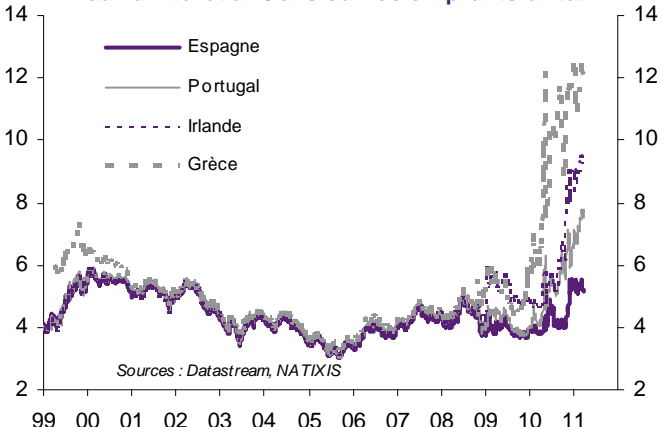
Source : FGS

C'est ceci qui se produit depuis 2009 pour le secteur public de ces pays (graphique 5), d'où la très forte hausse des taux d'intérêt à long terme (graphique 6).

Graphique 5
Dette publique (en % du PIB)



Graphique 6
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'État



La présence de contraintes de solvabilité des emprunteurs interdit donc qu'un pays ait un déficit extérieur continu, même dans une Union Monétaire.

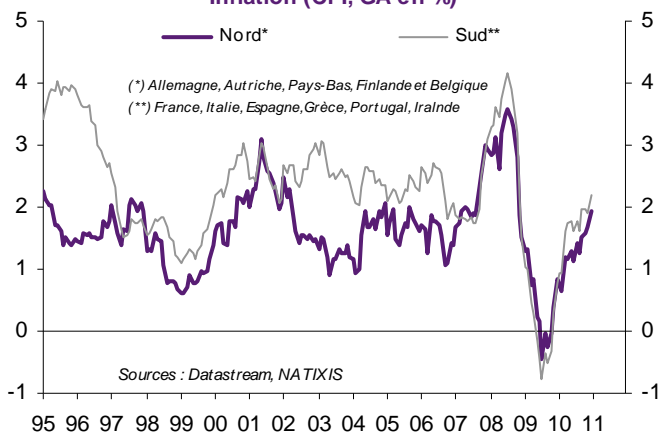
Seconde erreur : dans une Union Monétaire, les pays deviennent semblables et l'Union Monétaire devient homogène

L'argument paraît intuitif : le fait que la politique monétaire soit commune rendrait les pays plus semblables, et **l'Union Monétaire deviendrait de plus en plus homogène**.

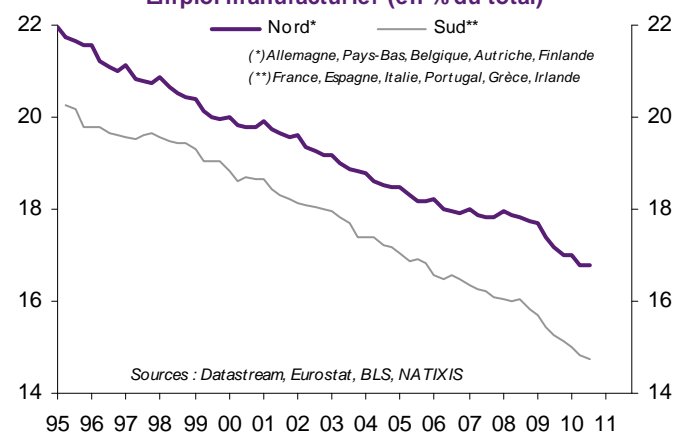
Nous allons comparer, pour analyser ce point, **le « Nord » de la zone euro** (Allemagne, Belgique, Pays-Bas, Finlande, Autriche) **et le « Sud » de la zone euro** (Espagne, France, Italie, Portugal, Grèce, Irlande).

Le fait que la politique monétaire devienne commune peut **rapprocher les taux d'inflation**, ce qui a été le cas (**graphique 7**), **mais elle rend les économies plus hétérogènes**. En effet, **la disparition du risque de change permet aux pays de se spécialiser et d'exploiter leurs avantages comparatifs**. On a vu ainsi le Nord de la zone euro se spécialiser dans l'industrie (**graphiques 8a/b**), le Sud de la zone euro se spécialiser dans les services non exportables (**graphique 8c**), d'où la faible capacité à exporter du Sud (**graphique 8d**) et ses déficits extérieurs (**graphique 8e**).

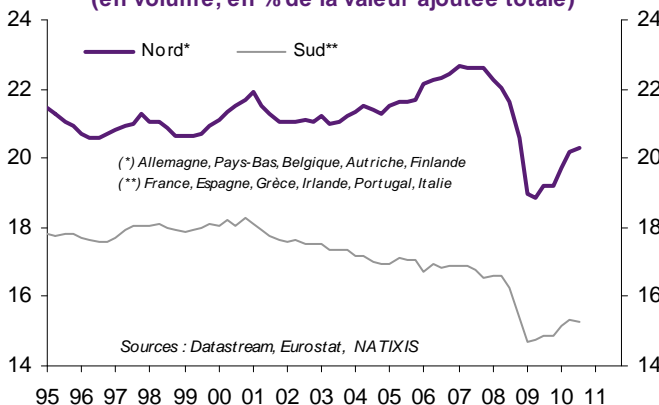
Graphique 7
Inflation (CPI, GA en %)



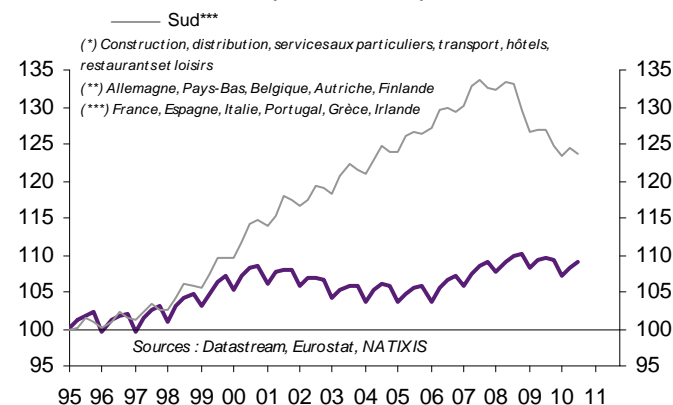
Graphique 8a
Emploi manufacturier (en % du total)

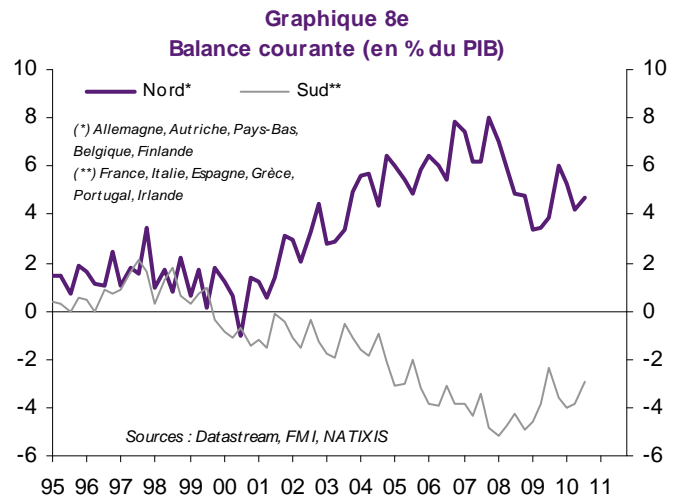
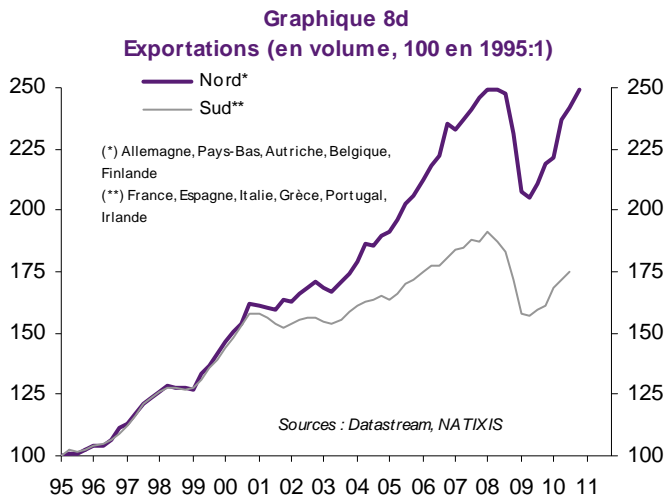


Graphique 8b
Valeur ajoutée dans le secteur manufacturier (en volume, en % de la valeur ajoutée totale)

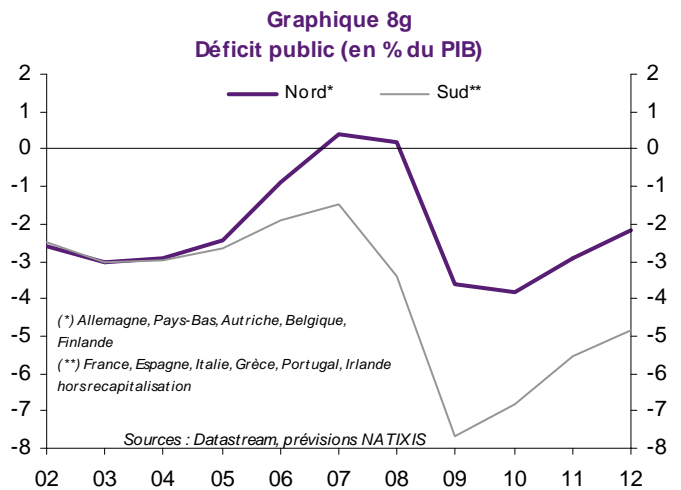
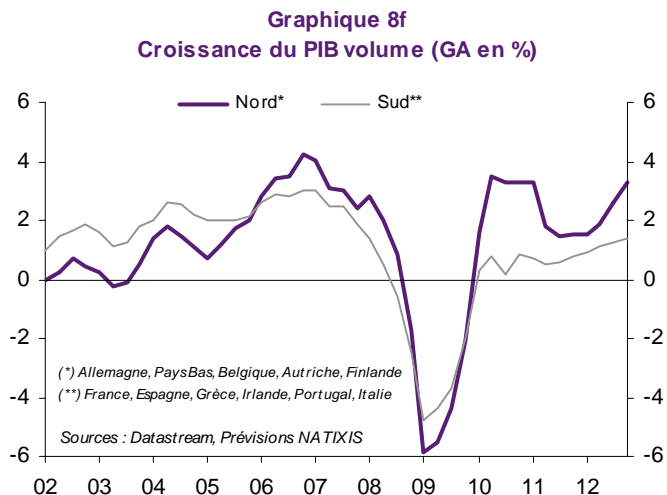


Graphique 8c
Emploi dans les services non exportables* (100 en 1995:1)





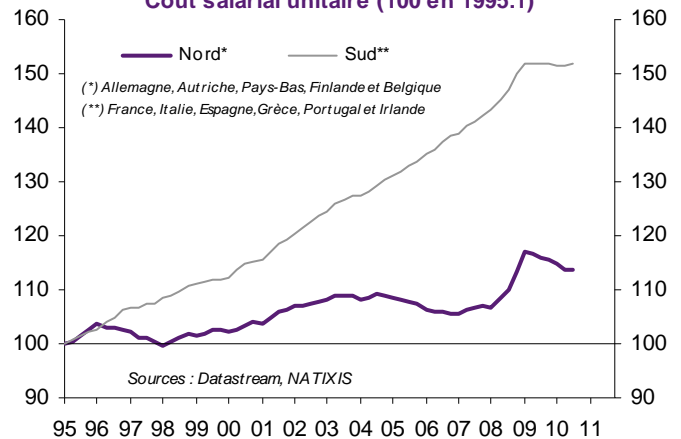
L'écart de spécialisation explique, depuis la crise et après l'arrêt de la hausse de l'endettement, que **la croissance devient plus faible dans le Sud que dans le Nord (graphique 8f)**, que **le déficit public c'est en conséquence plus élevé dans le Sud (graphique 8g)**.



L'écart de spécialisation productive se renforce **ensuite par l'écart de compétitivité-coût (graphique 9)** qui est normal : la spécialisation dans les services où les gains de productivité sont plus faibles, la concurrence forte, conduit à une hausse plus rapide des coûts salariaux.

On voit bien sur l'exemple de la zone euro que **l'unification monétaire accroît l'hétérogénéité des pays : divergence des spécialisations productives, des croissances potentielles, des coûts salariaux, des déficits publics, des balances courantes.**

Graphique 9
Coût salarial unitaire (100 en 1995:1)



Synthèse : quelles conséquences pour la zone euro ?

Contrairement à ce qui est parfois avancé, l'unification monétaire :

- ne dispense pas d'avoir une balance courante équilibrée ;
- rend les économies réelles des pays de plus en plus différentes les uns des autres.

Les conséquences pour le fonctionnement de la zone euro sont assez claires :

1 – Les pays doivent soit équilibrer leur balance courante par la réindustrialisation, le développement, des exportations, l'amélioration de la compétitivité ; soit bénéficier de transferts de revenus liés au fédéralisme qui compensent le déficit commercial et équilibrent la balance courante.

Si l'hétérogénéité implique que certains pays sont spécialisés dans les services non exportables, ils ne peuvent pas rééquilibrer leur balance courante, et seul le fédéralisme est possible.

2 – L'hétérogénéité croissante des pays implique que, puisque la politique monétaire est commune, les autres politiques économiques doivent être très différentes d'un pays à l'autre.

Ceci devrait **exclure les règles de politique économique communes** (déficit publics, compétitivité, fiscalité...) ; si les pays sont hétérogènes, **il ne peut pas y avoir harmonisation mais coopération**, ce qui est évidemment beaucoup plus compliqué à organiser.